

3.6.- EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

Pese al mantenimiento durante la primera mitad del año de la tendencia a apreciarse del euro y al cambio de orientación al alza de los tipos de interés durante el verano, las condiciones monetarias y financieras de la economía española durante 2003 han seguido siendo suficientemente holgadas, lo que ha propiciado el mantenimiento de elevados crecimientos de la financiación recibida por los agentes económicos privados.

En un contexto de debilidad económica en el área del euro y de ausencia de peligros graves para la estabilidad de precios a medio plazo, las autoridades del Eurosistema redujeron los tipos de interés oficiales en dos ocasiones a lo largo del año, en marzo y en junio, por importes de 25 y 50 puntos básicos, respectivamente, hasta dejar situado el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en el actual 2 por ciento.

En las citadas condiciones de debilidad económica y fortaleza del euro, los mercados mantuvieron expectativas de bajadas de tipos de interés hasta mediados de junio, como pone de manifiesto la posición claramente invertida que presentaba por entonces la curva de rendimientos en los mercados monetarios: el día 13 de junio, los depósitos (euríbor) a uno y doce meses anotaban rendimientos del 2,15 por ciento y 1,94 por ciento, respectivamente, situándose éste último, que constituye una referencia generalizada para la evolución de los tipos de interés hipotecarios en España, por debajo del tipo oficial. Asimismo, la fuerte demanda de bonos generada en un contexto internacional de incertidumbre dio lugar a que la deuda pública registrase también sensibles recortes de sus rendimientos, que alcanzaron mínimos históricos en Europa y en Estados Unidos. Así, el 13 de junio, los tipos de interés de la deuda a diez años en España, Alemania y Estados Unidos eran del 3,52 por ciento, 3,49 por ciento y 3,15 por ciento, respectivamente, lo que suponía unos descensos desde el comienzo del año de 77, 73 y 71 puntos básicos, que se añadían a los descensos registrados en 2002 (84, 71 y 131 puntos básicos, respectivamente).

Sin embargo, a partir de junio, como resultado de una mejoría de las perspectivas económicas internacionales a lo largo del verano, especialmente en relación con las economías de Estados Unidos y Japón, las expectativas de tipos de interés cambiaron sensiblemente, iniciándose un proceso de alza que continuaba al comienzo de septiembre. No obstante, más recientemente, desde la segunda semana de ese mes, dicho proceso alcista pareció invertirse como consecuencia de las dudas que sobre la consistencia de las

expectativas de crecimiento económico produjeron algunos resultados dados a conocer en Estados Unidos referentes, principalmente, al mercado laboral.

CUADRO 18

INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS

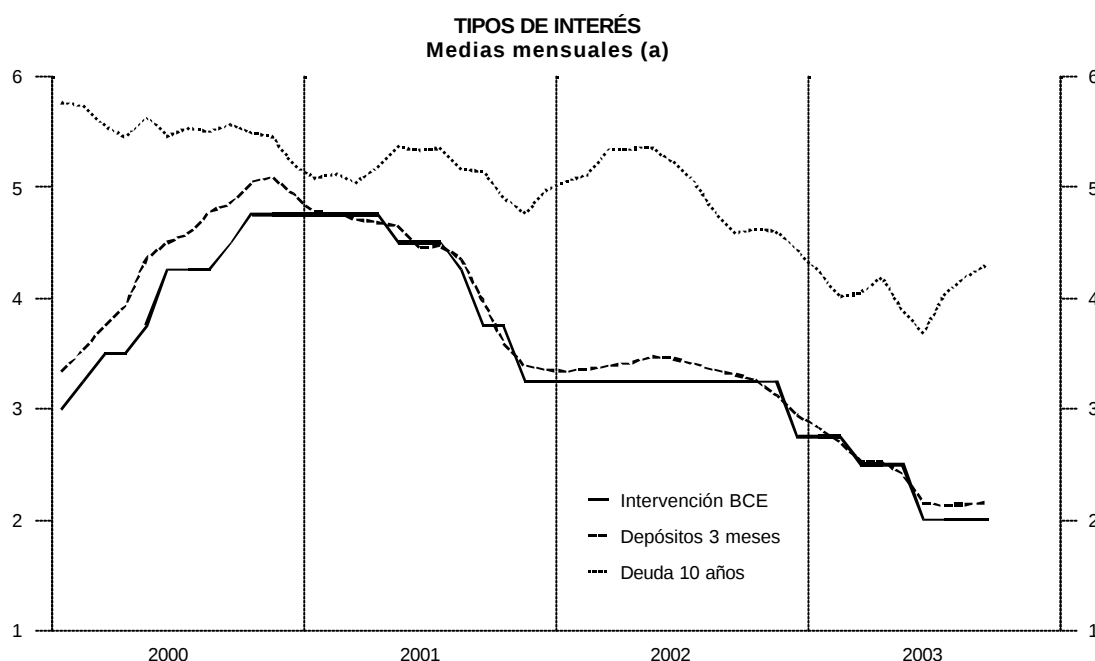
	2001	2002	2003					
			Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep
A) Tipos de interés (porcentajes)⁽¹⁾								
Tipos oficiales ⁽²⁾								
Area del euro	3,25	2,75	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00
Estados Unidos	1,75	1,25	1,25	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00
Japón	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Tipos euribor								
A 3 meses	4,26	3,32	2,53	2,41	2,15	2,13	2,14	2,16
A 12 meses	4,08	3,49	2,45	2,25	2,01	2,08	2,28	2,32
Mercado de deuda ⁽³⁾								
A 3 años	4,30	3,94	2,81	2,51	2,24	2,50	2,97	3,07
A 5 años	4,56	4,32	3,30	2,98	2,73	3,03	3,34	3,48
A 10 años	5,12	4,96	4,19	3,88	3,69	4,03	4,19	4,30
Tipos bancarios ⁽³⁾⁽⁴⁾								
Sintético de activo	5,77	4,89	-	-	-	-	-	-
Préstamos hipotecarios	5,76	4,79	-	-	-	-	-	-
Sintético de pasivo	2,79	2,24	-	-	-	-	-	-
B) Diferenciales (puntos básicos)⁽¹⁾								
España-Alemania 10 años	30	16	2	4	4	3	3	1
EEUU-Alemania 10 años	24	-14	-18	-24	-31	-4	32	19
C) Agregados monetarios área del euro⁽⁵⁾								
M1	5,4	9,9	11,2	11,4	11,4	11,5	-	-
M2	6,4	6,6	8,0	8,5	8,4	8,4	-	-
M3	7,9	6,9	8,7	8,5	8,4	8,5	-	-
D) Tipos de cambio⁽¹⁾								
Dólar/euro	0,896	0,945	1,085	1,158	1,166	1,137	1,114	1,101
% ⁽⁶⁾	-0,5	14,1	6,5	13,7	14,5	11,7	9,4	8,1
Yen/euro	108,73	118,07	130,12	135,83	138,05	134,99	132,38	128,56
% ⁽⁶⁾	12,7	9,5	4,8	9,4	11,2	8,7	6,6	3,5
Yen/dólar	121,5	125,2	120,0	117,3	118,4	118,7	118,8	116,5
% ⁽⁶⁾	13,3	-4,0	-1,7	-3,9	-3,0	-2,7	-2,6	-4,5
Efectivo nominal euro	87,3	89,9	98,6	102,5	102,7	101,4	100,3	99,2
% ⁽⁶⁾	2,7	6,7	5,4	9,5	9,8	8,4	7,1	6,0
E) Índices bursátiles %⁽⁶⁾								
Índice General Madrid	-6,4	-23,1	6,5	7,2	13,5	17,1	18,3	17,2
IBEX 35	-7,8	-28,1	7,5	7,8	13,7	17,0	17,8	16,3
IBEX Nuevo Mercado	-22,4	-47,3	17,6	29,9	24,9	34,6	34,5	33,9
Eurostoxx Amplio	-19,7	-34,5	-1,6	-0,5	2,9	7,4	9,9	9,8
Standard & Poors 500	-13,0	-23,4	4,2	9,5	10,8	12,6	14,6	15,8
Nasdaq Composite	-21,1	-31,5	9,6	19,5	21,5	29,9	35,6	38,9
Nikkei 225	-23,5	-18,6	-8,7	-1,8	5,9	11,5	20,6	24,9

(1) Media de cada periodo. (2) A final de cada periodo. (3) Mercado español. (4) Media simple de bancos y cajas. (5) Variación interanual en %. Para los años, variación dic/dic. (6) Variación porcentual a lo largo del periodo transcurrido del año.

Fuente: BCE y BE.

Como resultado de la evolución descrita de los tipos de interés, al término de la segunda semana de septiembre los tipos de los depósitos (euribor) a uno y doce meses se situaban en los niveles del 2,13 por ciento y 2,30 por ciento, respectivamente, es decir, 2 puntos básicos por debajo y 36 puntos por encima de los valores mínimos del 13 de junio ya citados, de forma que la curva de rendimientos adquiría así, por primera vez en el año, una posición de pendiente positiva. En la parte transcurrida del año los descensos respectivos eran de 77 y 45 puntos básicos.

GRÁFICO 42



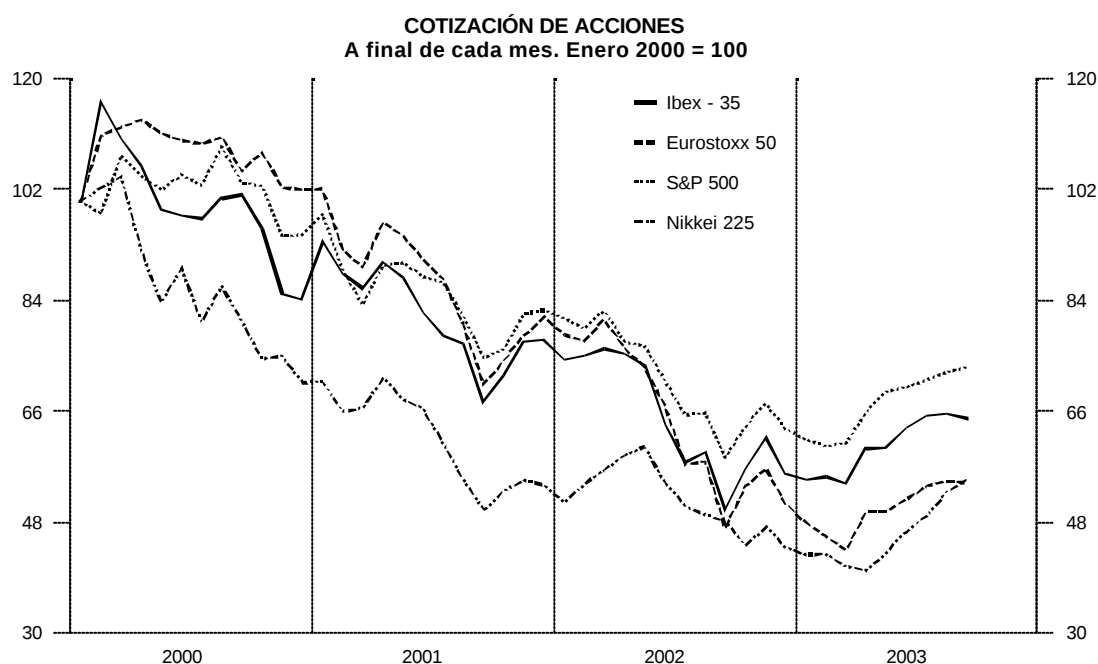
(a) Excepto tipo de intervención BCE que corresponde a final de cada mes.
Fuente: BCE y BE.

Los tipos de interés a largo plazo, cuyos descensos en la primera mitad del año fueron de una magnitud similar a los del mercado monetario (77 puntos básicos el tipo de la deuda pública española a diez años hasta situarse al 13 de junio en el 3,52 por ciento), experimentaron en la segunda mitad del año las mayores elevaciones hasta situarse al comienzo de septiembre en niveles próximos a los de cierre de 2002 tras un alza que comenzó a mediados de junio y se prolongó hasta comienzos de septiembre. Así, el rendimiento de la deuda pública española a diez años era del 4,24 por ciento al terminar la segunda semana de septiembre, esto es, 5 puntos básicos inferior al del último día del

pasado año, y con un diferencial de 4 puntos respecto a la deuda alemana. En esa misma fecha, el diferencial del bono de Estados Unidos con el alemán, que había llegado a ser de más de 40 puntos básicos en el pasado mes de agosto, quedaba reducido a 7 puntos tras el intenso proceso de caída de tipos registrado en Estados Unidos en la segunda semana de septiembre, en el contexto de deterioro de las expectativas de crecimiento económico al que se ha hecho mención anteriormente.

Las Bolsas españolas han tenido una evolución en 2003 marcada en sus perfiles por la de las Bolsas europeas, habiendo sido, a su vez, todas ellas dependientes de la evolución de los mercados en Estados Unidos. No obstante, el crecimiento diferencial de la economía española y la vinculación de muchas de sus grandes empresas con las economías iberoamericanas confieren ciertos rasgos propios al mercado de renta variable español.

GRÁFICO 43



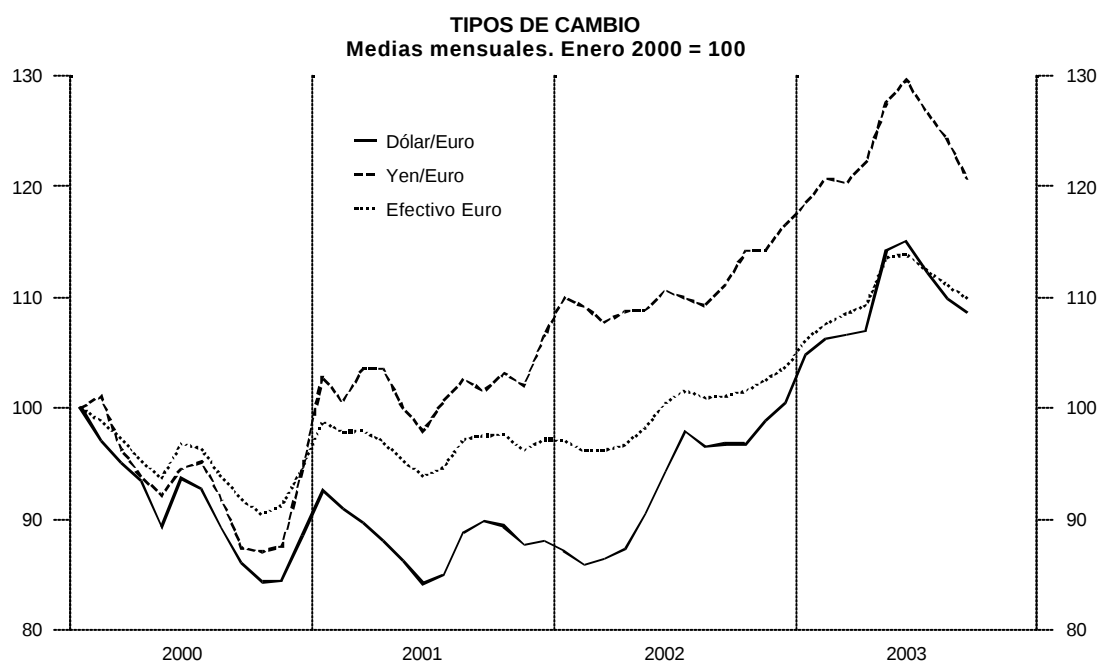
Fuente: Bolsa de Madrid, Stoxx y Bolsa de Nueva York.

A partir del mes de marzo, una vez despejada buena parte de la incertidumbre acerca del conflicto bélico en Irak, las Bolsas adquirieron una trayectoria alcista que, con sus correspondientes altibajos, se mantenía al comienzo de septiembre. Uno de éstos es el producido en la segunda semana de ese mes en el contexto ya mencionado de aparición de datos económicos menos favorables tanto en Europa como en Estados Unidos. Pese a ello,

el índice general de la Bolsa de Madrid y el IBEX 35 habían recuperado hasta el momento de elaborar este informe, desde los valores mínimos del 12 de marzo pasado, un 29 por ciento en ambos casos, de modo que la ganancia acumulada desde el comienzo del año era del 17 por ciento y 16 por ciento, respectivamente, frente al 9,8 por ciento y 15,8 por ciento registrados por el Eurostoxx amplio y el S&P 500, respectivamente, en ese mismo periodo. Cabe señalar las subidas experimentadas en el presente año por los valores tecnológicos (un 34 por ciento el IBEX Nuevo Mercado y un 39 por ciento el Nasdaq Composite), por lo que pudieran tener de indicativas de la existencia de mejores perspectivas acerca del ciclo coyuntural.

El mayor optimismo respecto a las economías de Estados Unidos y Japón generado en los meses de verano propició que la senda alcista que mantenía el euro en los mercados de cambio desde el segundo trimestre de 2002 se interrumpiera en el pasado mes de junio, iniciándose desde entonces una caída del valor de la divisa europea en esos mercados que se prolongó hasta los primeros días de septiembre, en los que el euro comenzó a recuperar posiciones, tanto frente al dólar como al yen. Las expectativas de recuperación económica en Estados Unidos, que, seguramente, constituyeron el elemento

GRÁFICO 44



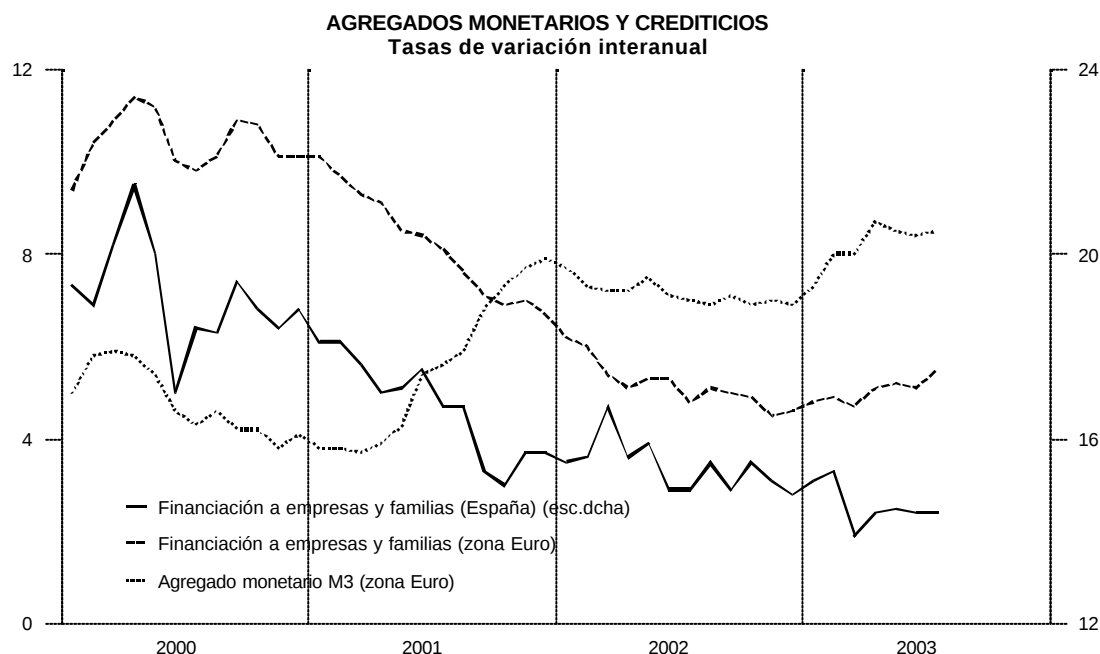
Fuente: BCE.

impulsor de la fortaleza del dólar durante el verano, se debilitaron en esos días primando sobre otros factores, como el desequilibrio por cuenta corriente de Estados Unidos o el acercamiento de sus tipos de interés a los del área del euro, con incidencia negativa sobre el valor externo del dólar.

Al término de la segunda semana de septiembre, el euro se cambiaba por 1,1172 dólares, 130,79 yenes y 0,701 libras esterlinas, lo que significaba sendas apreciaciones de la divisa europea desde el inicio del año del 6,5 por ciento, 5,1 por ciento y 7,8 por ciento, tras las del 19 por ciento, 8 por ciento y 7 por ciento, registradas a lo largo de 2002. En términos efectivos nominales frente al conjunto de países industrializados, el euro se había apreciado en la parte transcurrida del año casi un 6 por ciento, después del 9 por ciento en 2002.

Los agregados monetarios del área del euro mantuvieron, en julio pasado, los elevados crecimientos que vienen registrando durante el presente año, derivados,

GRÁFICO 45



Fuente: BCE y BE.

seguramente, del contexto de incertidumbre que rodea actualmente a la economía internacional. En ese mes, el agregado amplio M3 creció, en tasa interanual, un 8,5 por

ciento, de forma que la media trimestral móvil del periodo mayo-julio quedó igualmente situada en el 8,5 por ciento, idéntico crecimiento que el del periodo abril-junio. Dicha expansión de la liquidez del público, muy superior a la estimada como suficiente por la estrategia de política monetaria para financiar el crecimiento sostenido y no inflacionista de la economía de la zona euro (cuyo valor de referencia es del 4,5 por ciento), no supone, por el momento, a juicio de las autoridades del Eurosistema, un peligro para la estabilidad de precios a medio plazo debido al actual estado de debilidad que caracteriza a aquella economía, aunque no dejarán de prestar atención a la evolución futura de la liquidez conforme se avance hacia una fase de expansión económica.

CUADRO 19

AGREGADOS MONETARIOS EN EL ÁREA DEL EURO

Tasas de variación interanual

	2003	2000	2001	2002		2003		
	Jul. mm euros	Dic.	Dic.	Sep	Dic.	Mar.	Jun.	Jul.
Efectivo	355,2	-0,8	-32,4	-0,5	42,7	39,7	31,9	30,3
Depósitos a la vista	2.117,9	6,6	13,1	9,5	5,9	8,1	8,5	8,8
M1	2.473,1	5,2	5,4	8,0	9,9	11,8	11,4	11,5
Otros depósitos a corto plazo	2.628,3	2,2	7,2	5,1	3,7	4,7	5,6	5,7
M2	5.101,4	3,6	6,4	6,5	6,6	8,0	8,4	8,4
Instrumentos negociables	898,1	7,4	17,5	10,8	8,7	8,0	8,5	8,9
M3	5999,5	4,1	7,9	7,1	6,9	8,0	8,4	8,5

Fuente: BCE.

Como contrapartida de la expansión de M3, la financiación a residentes en la zona del euro también ha experimentado una cierta aceleración a lo largo del presente año, motivada tanto por las mayores necesidades de financiación que parecen haber registrado las Administraciones Públicas de la zona como por los crecimientos, más suaves pero de mayor contribución al agregado, de la financiación recibida por empresas y familias, especialmente de la financiación instrumentada a través de emisiones. Así, en julio pasado, el crecimiento interanual de la financiación total era del 5,3 por ciento (frente al 4 por ciento en diciembre anterior), como resultado de un avance del 4,7 por ciento en la financiación recibida por las Administraciones Públicas (1,8 por ciento en diciembre de 2002) y del 5,5 por ciento en la financiación a empresas y familias (4,6 por ciento al acabar el año pasado). El crecimiento de la financiación al sector privado en España mantenía en julio un ritmo elevado (14,4 por ciento), muy similar al registrado en 2002 (14,9 por

ciento) pero sensiblemente superior al promedio del área del euro, motivado, en general, por los bajos tipos de interés existentes en nuestra economía y, en particular, por el importante empuje de la financiación hipotecaria.

CUADRO 20

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS

Tasas de variación interanual

	2003	2000	2001	2002		2003		
	Jul. mm euros	Dic.	Dic.	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.	Jul.
Área del euro								
Empresas y familias	7.983,6	10,1	6,7	5,0	4,6	4,7	5,1	5,5
Administraciones Públicas	2.181,3	-6,6	0,0	1,7	1,8	1,8	3,7	4,7
TOTAL	10.164,9	6,0	5,3	4,3	4,0	4,1	4,8	5,3
España								
Empresas y familias	964,0	18,8	15,7	14,9	14,8	13,9	14,4	14,4
Empresas		19,9	18,2	15,3	14,6	13,7		
Familias		17,3	12,3	14,5	15,0	14,3		
Administraciones públicas	320,2	-0,6	2,7	-1,4	-0,6	0,5	0,6	-0,4
TOTAL	1.284,2	11,8	11,6	10,1	10,3	10,1	10,6	10,3

Fuente: BCE y BE.